

FOCUS · EE. UU.: ¿expansión robusta e inicio de las subidas de tipos?

La mejora del mercado laboral estadounidense y el significativo crecimiento de su economía han avivado el debate sobre la idoneidad de que la Reserva Federal (Fed) inicie las subidas de tipos de interés, y sobre cuál debe ser el ritmo adecuado para llevarlas a cabo. La cuestión no es baladí, ya que, si el PIB de EE. UU. se encuentra cerca de retomar su senda potencial, la posibilidad de que la Fed posponga en demasía el comienzo de las subidas podría dar lugar a presiones inflacionistas, burbujas en el precio de determinados activos y, en última instancia, excesivos niveles de endeudamiento.

Medir si la economía estadounidense se aproxima a su PIB potencial, o si está cerca de cerrar su brecha de producción (*output gap*) después de años de *gap* negativo, es un elemento crucial para evaluar el rumbo que debe tomar la Fed.¹ Sin embargo, parece que el margen de error en la estimación de esta variable teórica ha aumentado considerablemente en los últimos años, lo que dificulta la tarea. A modo de ejemplo, el tipo de interés nominal que se deriva de una regla de Taylor clásica varía de manera sustancial (2 p. p. de diferencia) según se utilice la estimación del PIB potencial estadounidense elaborada por el FMI en su informe de perspectivas globales (WEO) de abril de 2014 o el de abril de 2015. Así, según la estimación de abril de 2014, la política ultraacomodaticia actual está más que justificada, lo contrario de lo que sucede si se utiliza la de abril de 2015.

Ante la pérdida de efectividad de las medidas más clásicas para determinar la brecha de producción, se ha recurrido a medidas más directas, aunque parciales, como los indicadores de actividad del mercado laboral. La discusión sobre la conveniencia de iniciar la subida de tipos habría sido insólita vista desde la perspectiva de hace apenas tres años, teniendo en cuenta que la tasa de paro actual es del 5,3%, una cifra muy por debajo del objetivo orientativo del 6,5% que se había marcado la Fed para el comienzo de las subidas. Un objetivo que se desestimó, ya en marzo de 2014, por estar la tasa de entonces rozando el registro del 6,5% y la inflación subyacente significativamente por debajo del 2% marcado por la institución.

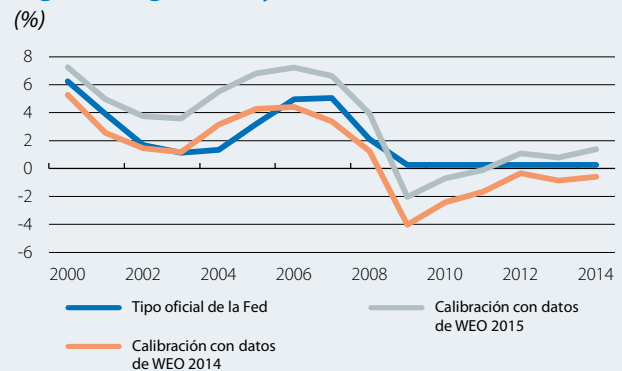
En la actualidad, con una tasa de inflación todavía baja y un avance salarial moderado, la postura que se inclina por posponer las subidas tiene muchos adeptos. Concretamente, la tasa de crecimiento de los salarios se sitúa en torno al 2% interanual, lejos de lo que Janet Yellen, presidenta de la Fed, considera la zona de «normalidad» (entre el 3% y el 4%). Asimismo, la mejora del mercado laboral es menos acentuada cuando uno se fija, en vez de en la tasa de paro simple, en medidas más amplias de desempleo que tienen en cuenta a los desanimados o a los que trabajan a tiempo parcial de forma involuntaria.

1. El PIB potencial es una variable teórica que se define como el nivel de producción compatible con una inflación subyacente estable en torno a su nivel objetivo. Para más información sobre este concepto, véase el Dossier del IM05/2013 («El PIB potencial, un concepto clave pero difuso»).

Sin embargo, el fuerte repunte que ha experimentado el número de vacantes de trabajo en los últimos trimestres y la creciente dificultad en cubrirlos indican que la tasa de paro simple es una medida cada vez más fiable para conocer la vitalidad del mercado laboral. Así, el 5,3% de la tasa de paro de julio apuntaría a que no se debería demorar la subida de tipos. En la misma línea, los salarios, aunque contenidos en términos interanuales, empiezan a mostrar signos de aceleración: desde inicios de año han aumentado un 2,7% en términos anualizados.

En definitiva, aunque todavía hay dudas sobre a qué distancia exacta se sitúa la economía estadounidense de su nivel de PIB potencial, numerosos indicadores de actividad sugieren que ya se está lo suficientemente cerca. La volatilidad financiera global, la caída del precio de las materias primas y la apreciación del dólar son factores a los que la Fed podría ser sensible, pero la solidez de la recuperación justificaría el inicio de la normalización de tipos.

Estimación del tipo de referencia de la Fed según la regla de Taylor *



Nota: * Regla de Taylor usada: $\text{tipo nominal} = 1,25 + 1,5 \times \text{inflación} + \text{output gap}$, donde los precios para calcular la inflación son los correspondientes al gasto de consumo personal subyacente.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del FMI y de Thomson Reuters Datastream.

Tasa de paro e índice de dificultad para cubrir las vacantes laborales



Nota: * Porcentaje de empresas pequeñas con uno o más puestos de trabajo difíciles de cubrir durante el mes en cuestión.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Bureau of Labor Statistics y del NFIB.